ABS CMBS RMBS

Мировой рынок секьюритизации

Максим ЗЕНКОВ,
начальник отдела
рынка Индии,
Cbonds

Секьюритизация на мировых рынках: тенденции 2025 г.

ВВЕДЕНИЕ

2025-й стал годом снижения ставок центральными банками на большинстве ключевых рынков. Однако неустойчивость роста в отдельных регионах, таких как ЕС, остающаяся повышенной стоимость финансирования, регулярность политических шоков, вызывающих бегство инвесторов в защитные активы, ставят вопрос сохранения кредитного качества активов, лежащих в основе сделок секьюритизации. Для регулятора этот вопрос является частью управления уровнем риска в финансовой системе. В статье будут охарактеризованы динамика новых выпусков на рынках Европы и США, ключевые регуляторные изменения и тренды в отдельных продуктовых нишах рынка секьюритизации.

США: СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ДЛЯ ЦЕНТРОВ ОБРАБОТКИ ДАННЫХ

В США секьюритизация стала одним из самых прибыльных активов рынка фиксированной доходности в 2025 г. MBS опередила по этому показателю все другие классы активов сегмента Investment Grade (IG) — доходность в 8.58 %, согласно индексам Bloomberg, стала лучшей с 2002 г. Итоги года для CMBS и ABS также оказались уверенно позитивными (7.75 и 5.93 %).

Такому результату способствует сочетание факторов: существенного сокращения кредитных спредов в США, сохраняющегося относительно высокого уровня ставок при общей стабильности ситуации в области обслуживания долга как потребителями, так и корпоративными заемщиками. Так, ставки по жилищным ипотекам остаются на среднем уровне в 6–7 %, тогда как доля кредитов с пропусками платежей от 30 до 90 дней не увеличилась с 2024 г. и остается на уровнях, близких к минимальным со времени кризиса 2007–2009 гг. (1.78–1.79 %).

С этой точки зрения благоприятная ситуация в области кредитования обеспечила и продолжение роста активности на первичном рынке. В сегменте MBS

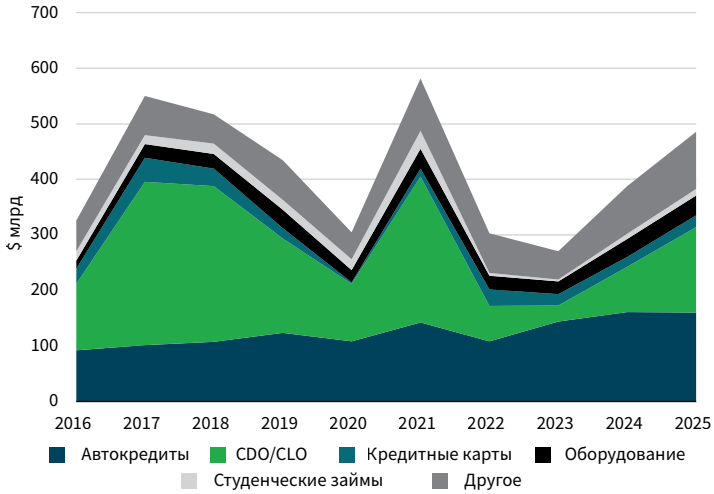

Рисунок 1
Динамика выпуска ABS в США
Источник: SIFMA

он составил 19 % г/г вопреки пониженной интенсивности сделок с недвижимостью: процент проданных за год единиц жилья составил 2.8 % — это одно из самых низких значений за последние десятилетия. Сегмент ABS тоже показал уверенный рост объема новых выпусков — на 25 %, продолжая движение к рекордным уровням 2021 г. (Рисунок 1). Второй год подряд прирост внутри ABS преимущественно обеспечен CLO и CDO, объем которых прибавил в 2025 г. более 50 % г/г.

При более пристальном взгляде на различные подкатегории долга можно отметить, что в некоторых из них сконцентрирован повышенный объем «проблемного» долга. Прежде всего речь о кредитных картах, где доля займов с просрочкой выплаты более 90 дней на конец 2025 г. составляла, по данным Equifax, 12.7 % — ранее такой уровень достигался или превышался лишь в период с конца 2009 г. по начало 2011 г., то есть на фоне преодоления последствий «Великой рецессии». Аналогичная тенденция прослеживается и для кредитов на автомобили — с тем исключением, что ранее процент существенных просрочек платежей превышал 5-процентный порог дважды — помимо 2009–2011 гг., то же самое имело место в первой половине 2020 г. Показательно, что в обоих сегментах — кредитных картах и автомобильных кредитах — выпуск секьюритизаций в 2025 г. остался на уровне прошлого года: в условиях повышенной неопределенности инвесторы предъявляют повышенные требования к кредитному качеству размещаемых секьюритизаций.

Активное развитие получил сегмент секьюритизации долга, связанного со строительством центров обработки данных. В 2025 г. американские компании, связанные с разработкой технологий или предоставлением инфраструктуры для нужд искусственного интеллекта (ИИ), привлекли не менее $200 млрд на долговом рынке. Основанные на их долге секьюритизированные продукты могут принадлежать к категории как ABS, так и CMBS, будучи обеспеченными, соответственно, либо будущим денежным потоком объекта, либо самой недвижимостью. Обычно они имеют фиксированную ставку, 5-летний горизонт выплат с возможностью ограниченного продления, плечо же в среднем колеблется от 8 до 12 раз к операционной прибыли.

Секьюритизация играет в процессе финансирования капитальных инвестиций в ИИ традиционную роль распределения рисков в рамках финансовой системы, хотя сам масштаб прироста вызывает опасения регуляторов. Например, Банк Англии в октябре 2025 г. опубликовал результаты своего внутреннего анализа, в частности, утверждая, что банки будут подвержены рискам, связанным с ИИ, имея не только прямые отношения с соот-

ветствующими компаниями-заемщиками, но и «косвенно — через предоставление кредитов и кредитных линий частным кредитным фондам и другим финансовым учреждениям, которые зависят от подверженных влиянию ИИ цен на активы». Особенное внимание следует обратить на риск, связанный со смелостью посылок о скорости роста бизнеса, которые заложены в прогнозируемый финансовый поток ИИ-компаний и их дата-центров.

ЕВРОПА: ДЕРЖАТЬСЯ БЛИЖЕ К ГАВАНИ

В 2025 г. объем новых секьюритизаций, размещенных в Европе, находился на 5-летнем максимуме, хотя рост по сравнению с 2024 г. составил лишь 3% (Рисунок 2). При этом в самом крупном сегменте — RMBS — объемы снизились на 16% на фоне спада на рынке Великобритании: компенсировать падение позволило расширение в таких категориях, как CDO/CLO и CMBS, в том числе на фоне бума инвестиций в ИИ.

Изменение в рейтинговой структуре размещений в направлении преобладания выпусков с более высокой рейтинговой категорией отражает возрастание неопределенности на европейских рынках капитала. Доля выпусков AAA в общем объеме демонстрировала умеренную восходящую траекторию на протяжении последних трех лет: с 53% в конце 2022 г. до 63% в III квартале 2025 г. со скачком до 74% в заключительном квартале прошлого года (Рисунок 3). На рынке США аналогичной отчетливой тенденции не наблюдается.

В области регулирования следует отметить, что в декабре 2025 г. ЕЦБ объявил об упрощении процедуры комплаенса для размещения секьюритизаций со статусом STS («Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация». До сих пор STS-выпуски формировали стабильную, но не преобладающую часть рынка: ожидается, что недавний шаг снизит транзакционные издержки на рынке как для эмитентов, так и для инвесторов, а также для самого регулятора. Более глобальная дискуссия о реформах в области секьюритизации продолжает вестись между ЕЦБ, Еврокомиссией и Европарламентом, но еще не принесла окончательных результатов.

Европейские финансовые власти внимательно следят за использованием секьюритизации в качестве средства управления регуляторными нормами банковского капитала. Особую актуальность этому придает тот факт, что именно в Европе активнее всего в мире используется «синтетическая секьюритизация» — механизм передачи рисков, связанных с невыплатой займов, без передачи самих активов. Банк Англии, в частности, письменно предупредил кредиторов о том, что неоправданный с точки зрения экономической рациональности перевод неликвид-

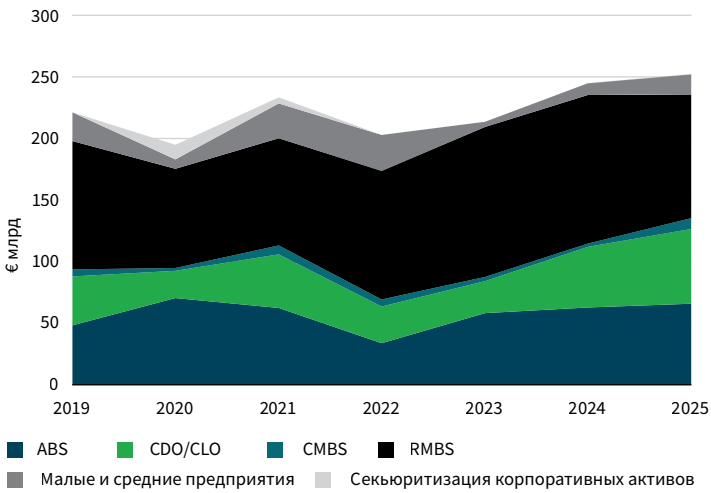

Рисунок 2
Динамика выпуска секьюритизаций в Европе (включая Великобританию)
Источник: AFME

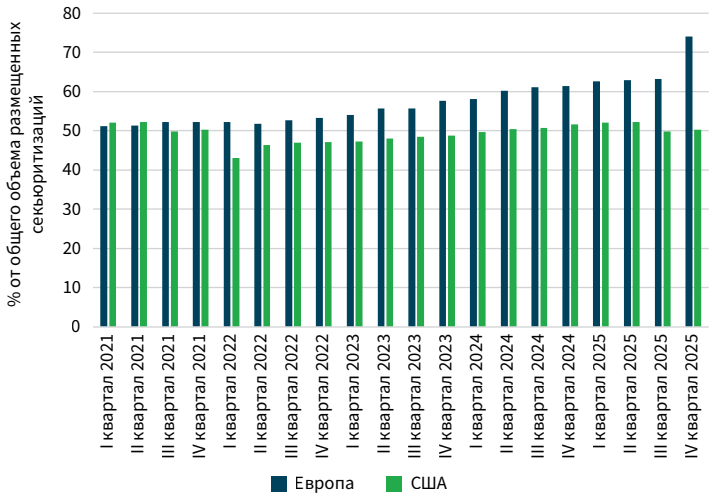

Рисунок 3
Процент эмиссий рейтинговой категории AAA (Aaa) в объеме новых секьюритизационных размещений в Европе (включая Великобританию) и США

Источник: AFME, Moody's Investors Services

ных активов в торгуемую форму не будет учитываться при определении соответствия требованиям к регуляторному капиталу финансовых институтов.

ТРЕНДЫ РЫНКА

«Коллективизация» CLO

Роль CLO как драйвера развития секьюритизации в глобальном масштабе отчасти опирается на рост популярности ETF на основе этого класса активов. Фактически этот механизм создает удобный канал участия в рынке секьюритизации для ретейл-инвесторов, сочетая в себе как повышенную доходность, так и достигаемую за счет формата ETF диверсификацию. На данный момент общий объем активов в рамках CLO ETF составляет лишь около 3 % от рынка CLO, насчитывающего около $1 трлн, но за последний год этот объем удвоился.

Наибольшей популярностью пользуются CLO ETF, ориентирующиеся на старшие транши секьюритизации с рейтингом AAA. Стоит отметить, что даже фонды, в названии которых заявлена рейтинговая категория AAA, нередко содержат в своей структуре и транши менее высокого кредитного уровня. Большинство крупных фондов, таких как BlackRock AAA CLO ETF или iShares AAA CLO Active ETF, следуют пассивному методу управления и опираются на бенчмарк JP Morgan CLOIE AAA Index. Подробнее о нескольких примерах CLO ETF можно узнать в Таблице 1 или при помощи функционала «Сравнение ETF & Funds» на сайте Cbonds.

Таблица 1. Сравнение параметров CLO ETF

Источник: Cbonds

Параметр	BlackRock AAA CLO ETF (USD)	VanEck CLO ETF (USD)	AAM Crescent CLO ETF (USD)
Бенчмарк	JP Morgan CLOIE AAA Index	– (активный, CLO инвестиционного уровня)	J.P. Morgan US CLOIE IG Index
Коэффициент общих расходов, %	0.2	0.36	0.49
СЧА фонда, млн USD, на 18.03.2026	1568.79	1320	–
СЧА на акцию, USD, на 18.03.2026	51.78	52.65	–
Выплата дохода	12 раз в год	12 раз в год	12 раз в год
Доходность — 1 год, %	5.35	1.96	NA (запуск — 22.10.2025, за 3 мес. доходность = 0.91 %)

Острая волатильность на рынке, возникшая в результате оглашения «взаимных тарифов» США в начале апреля прошлого года, стала стресс-тестом для рынка и, в частности, для CLO и ETF на их основе. Результат, выраженный в величине расширения кредитного спреда, для старших траншей CLO категории AAA на рынке фиксированной доходности США уступил только сегменту корпоративных облигаций инвестиционного качества (IG). Таким образом, негативное влияние шока оказалось крайне ограниченным, что в условиях глобальной турбулентности повышает привлекательность CLO ETF в глазах инвесторов.

ESG-секьюритизации

Для секьюритизаций, выпускаемых в рамках стандартов ESG, в частности зеленых секьюритизаций, наблюдается рост требовательности рынка к их структурированию и реальному соответствию регуляторным нормам. Это объясняется распространением практики, получившей название greenwashing — выпуска долговых продуктов, маркируемых в качестве зеленых или ESG-инструментов, но лишенных соответствующего содержательного наполнения, в том числе из-за недостаточно четких критериев использования привлеченных в рамках размещения средств. Интерес инвесторов к секьюритизациям ESG-тематики становится более избирательным и сегментированным.

При этом 2025 г. принес возросшую популярность такой родственной зеленым выпускам структуре, как секьюритизации, привязанные к возобновляемым источникам энергии (renewables-linked securitization). В таком случае объектом секьюритизации выступает денежный поток проекта, связанного с производством возобновляемой энергии, например солнечной электростанции. Наибольшей популярностью подобные инструменты пользуются в ЕС.

Секьюритизации в стиле High-Tech

Секьюритизационные выпуски часто сталкиваются с проблемой недостатка ликвидности, а также имеют комплексную структуру с несколькими траншами с разной очередностью выплат держателям. Токенизация активов призвана привнести в торговлю данным классом инструментов большую прозрачность и ускорить заключение сделок, а также сделать возможными транзакции вне стандартных торговых часов. Смарт-контракты могут рассматриваться как путь снижения транзакционных издержек для автоматического исполнения необходимых действий при наступлении оговоренных условиями бумаги событий. Также перспективным направлением является интеграция ИИ в структурирование секьюритизаций,

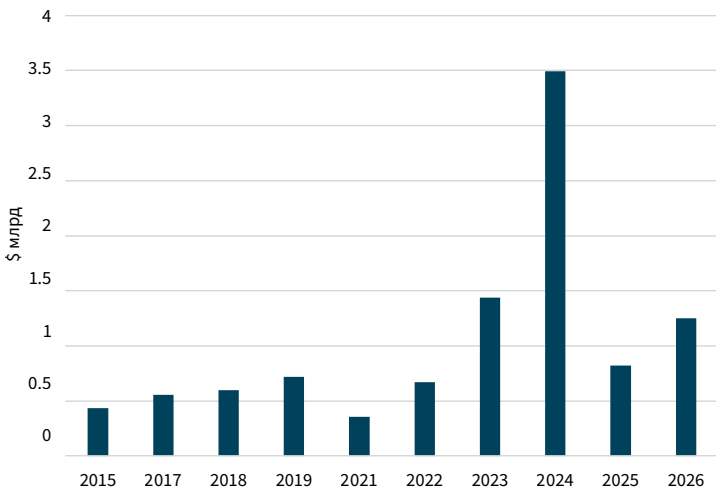

Рисунок 4
Динамика размещения ESG-еврооблигаций, являющихся секьюритизациями
Источник: Cbonds

в частности процесс выбора пула базовых активов, а также в сопровождение бумаг в процессе их обращения.

Тем не менее на практическом уровне внедрение этих инструментов в «промышленный» контур рынка секьюритизации сталкивается с рядом сложностей. Так, для расширенного внедрения ИИ требуются стандартизация форматов хранения данных и отчетности, а также наличие надежных и интероперабельных торговых платформ.

С точки зрения токенизации активов проблема заключается в том, что на практическом уровне эксперименты в этой области (уже насчитывается более $25 млрд токенизированных реальных активов реально мира — RWA) сталкиваются с низкими объемами торгов на вторичном рынке и недостатком прозрачности. Скорость внедрения соответствующих инноваций в секьютиризационный рынок будет напрямую зависеть от готовности регуляторов предоставлять соответствующие стимулы участникам рынка.

Секьюритизация лизинга морских контейнеров

Хотя временные рамки анализа в данном обзоре ограничиваются 2025 г., недавняя эскалация конфликта США с Ираном вынуждает обратить внимание на то, что геополитические или регуляторные шоки могут оказывать существенное воздействие на структуры и привлекательность отдельных типов секьюритизированных продуктов.

Недоступность части морских танкеров, запертых в Ормузском проливе, и общее удлинение логистических маршрутов создали дефицит на рынке лизинга морских контейнеров. Компании, ведущие такой бизнес, являются активными оригинаторами секьюритизаций в формате ABS, обеспеченных контейнерами. Текущая ситуация расширяет их денежные потоки.

Ранее в 2025 г. в связи с атаками хуситов на контейнерные суда в Красном море влияние на денежные потоки профильных лизинговых компаний оказалось столь существенным, что ряд оригинаторов, Textainer и Seacube, сумели разместить на рынке секьюритизированные продукты с нетипичной для них структурой — с большей долей мезонинного, «младшего», долга. Это еще раз подчеркивает разнообразность рынка секьюритизаций, его гибкость и, следовательно, способность порождать антициклические продукты.